

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九牧王 (601566. SH)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

九牧王：25 年扣非利润承压，Q1 经营利润改善，2026 年蓄力增长

2026 年 4 月 28 日

事件：2025 年公司实现收入 29.75 亿元（同比-6.48%），归母净利润 2.94 亿元（同比+67.10%），扣非归母净利润 1.33 亿元（同比-33.67%）。2025Q4 公司实现收入 8.45 亿元（同比-7.61%），归母净利润-0.16 亿元（上年同期盈利 0.41 亿元），扣非归母净利润 0.49 亿元（同比-50.59%）。2026Q1 公司实现收入 9.46 亿元（同比+5.74%），归母净利润 0.69 亿元（同比-63.79%），扣非归母净利润 1.66 亿元（同比+10.13%）。公司拟每 10 股派发现金股利 5 元，分红率约 98%。

2025 年：收入下滑主因加盟渠道调整，非经常性收益增厚利润。2025 年收入同比-6.5%，其中加盟收入同比下降 24.6%（回收 45 家加盟店转直营、净关店 83 家，部分加盟商转联营并提高退货比例），直营收入同比增长 7.4%（DTC 推进及渠道加密），线上收入占比约 11%。分品牌看，九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比-6.4%/-24.0%/-3.4%。毛利率 65.6%（同比+0.6pct），期间费用率 52.25%（同比+0.53pct），其中销售费用率 43.82%（同比+0.19pct，广宣费用减少约 1 亿但直营占比提升推高租金及人员费用），管理费用率 6.59%（同比-0.06pct），研发费用率 1.48%（同比+0.2pct），财务费用率 0.36%（同比+0.21pct，利息收入减少）。归母净利润同比+67%、主要系金融资产公允价值变动收益较上年同期增加 1.24 亿元。

2026Q1：收入恢复增长，扣非利润改善，投资波动拖累表观利润。Q1 收入同比+5.7%，环比 25 年有明显改善。Q1 毛利率 65.1%，同比稳定，期间费用率 39.6%（同比-4.2pct），销售费用率 32.57%（同比-2.35pct），销售费用投放效率提升，管理费用率 5.23%（同比+0.43pct）。扣非归母净利润 1.66 亿元（同比+10.1%），在高基数上延续改善；归母净利润 0.69 亿元（同比-63.8%），主要受金融资产公允价值变动亏损 1.04 亿元拖累。Q1 为全年业绩重点，奠定增长基础。公司历年 Q1 收入及利润占全年比重最高，2025Q1 收入占全年 30.1%、扣非净利润占全年 114%（Q2/Q3 为淡季、扣非均亏损）。2026Q1 扣非净利润在高基数上实现双位数增长，为全年业绩改善奠定良好基础。

运营效率改善，现金流健康。2025 年存货周转天数 335 天（同比+18 天），经营现金流 4.26 亿元（同比+60%），现金流改善明显。2026Q1 末存货较年初下降 15%至 7.54 亿元，经营现金流 2.07 亿元（同比+192%），现金流状况持续向好。

2026 年展望：目标收入 33 亿元，聚焦产品创新与加盟复苏。公司提出 2026 年收入目标 33 亿元（同比+11%），成本和期间费用预算 30 亿元。核心举措：1）产品端，拓展新风格产品矩阵，强化产品功能属性，提升产品竞争力；2）渠道端，重视单店精细化管理，提升终端体验，提升渠道经营质量。3）两

个小品牌 ZIOZIA、FUN 继续深耕各自领域，强化内功。

盈利预测与估值：我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 1.79/2.00/2.31 亿元，对应 PE 为 34.52X/30.99X/26.77X。

风险提示：消费需求复苏不及预期风险，加盟渠道恢复不及预期风险，投资业务波动风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838
增长率 YoY %	4.1%	-6.5%	9.5%	8.8%	8.3%
归属母公司净利润 (百万元)	176	294	179	200	231
增长率 YoY%	-7.9%	67.1%	-39.1%	11.4%	15.8%
毛利率%	65.0%	65.6%	66.7%	66.7%	66.7%
净资产收益率ROE%	4.5%	7.3%	4.4%	4.7%	5.4%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40
市盈率 P/E(倍)	35.12	21.02	34.52	30.99	26.77
市净率 P/B(倍)	1.57	1.53	1.51	1.47	1.43

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	3,165	3,360	3,456	3,702	3,953	
货币资金	766	328	470	702	949	
应收票据	53	41	54	59	64	
应收账款	198	175	223	254	288	
预付账款	37	43	43	47	51	
存货	1,015	889	844	814	791	
其他	1,096	1,884	1,820	1,825	1,810	
非流动资产	2,554	2,263	2,222	2,179	2,147	
长期股权投资	149	148	148	148	148	
固定资产(合计)	333	305	271	237	203	
无形资产	108	104	103	101	100	
其他	1,963	1,706	1,700	1,692	1,696	
资产总计	5,719	5,623	5,677	5,880	6,100	
流动负债	1,619	1,529	1,568	1,670	1,774	
短期借款	95	20	20	20	20	
应付票据	419	379	390	417	445	
应付账款	509	360	362	393	426	
其他	597	770	797	840	884	
非流动负债	193	86	35	35	35	
长期借款	127	50	0	0	0	
其他	67	36	35	35	35	
负债合计	1,813	1,614	1,604	1,705	1,809	
少数股东权益	-39	-31	-31	-29	-27	
归属母公司股东权益	3,945	4,039	4,104	4,204	4,318	
负债和股东权益	5,719	5,623	5,677	5,880	6,100	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838	
同比(%)	4.1%	-6.5%	9.5%	8.8%	8.3%	
归属母公司净利润	176	294	179	200	231	
同比(%)	-7.9%	67.1%	-39.1%	11.4%	15.8%	
毛利率(%)	65.0%	65.6%	66.7%	66.7%	66.7%	
ROE%	4.5%	7.3%	4.4%	4.7%	5.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40	
P/E	35.12	21.02	34.52	30.99	26.77	
P/B	1.57	1.53	1.51	1.47	1.43	
EV/EBITDA	11.92	19.26	16.08	16.54	14.87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838	
营业成本	1,114	1,024	1,085	1,179	1,277	
营业税金及附加	36	37	36	40	43	
销售费用	1,388	1,304	1,418	1,542	1,669	
管理费用	212	196	228	248	269	
研发费用	41	44	49	52	56	
财务费用	5	11	-12	-18	-28	
减值损失合计	-221	-242	-220	-230	-240	
投资净收益	47	61	15	-10	-10	
其他	-26	158	-6	11	16	
营业利润	185	338	244	273	317	
营业外收支	-3	-6	-5	-5	-5	
利润总额	182	331	239	268	312	
所得税	8	41	60	67	78	
净利润	174	290	179	201	234	
少数股东损益	-2	-5	0	1	3	
归属母公司净利润	176	294	179	200	231	
EBITDA	372	387	371	346	369	
EPS(当年)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	266	426	397	483	525	
净利润	174	290	179	201	234	
折旧摊销	168	196	143	96	85	
财务费用	7	4	3	3	3	
投资损失	-47	-61	-15	10	10	
营运资金变动	-287	-127	-204	-82	-71	
其它	251	125	291	255	265	
投资活动现金流	-177	-305	-69	-68	-68	
资本支出	-66	-26	-138	-58	-58	
长期投资	-167	-429	0	0	0	
其他	55	150	69	-10	-10	
筹资活动现金流	-448	-322	-186	-182	-211	
吸收投资	0	0	-3	0	0	
借款	-132	-152	-50	0	0	
支付利息或股息	-182	-176	-164	-182	-211	
现金流净增加额	-360	-199	142	232	247	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。